

便宜就是未来——拼多多（PDD.O） “敢拼”系列深度报告之一

2019年12月23日

强烈推荐/维持

拼多多

公司报告

报告摘要：

在“多、快、好、省”这四个方面中，拼多多本身的优势是“省”，我们本篇报告将尝试解答市场最为关注的问题，即拼多多商品为什么便宜，能不能继续便宜，还能不能更便宜。

1、“便宜”就是拼多多最重要的护城河，流量分发原则、补贴和扣点率低构筑比较优势。不考虑物流，商品的潜在利润=商品售价-（商家拿货的价格+做广告的费用+每单交易中被平台抽取的佣金-平台给予的补贴），拼多多的奥秘在于帮助商家大大降低做广告的费用和交易佣金，同时提供了更多的补贴，商家存在较大的让利空间可以打更低的折扣让利给消费者，而商家定价低又会有利于打造爆款产品实现薄利多销，增加总利润。

2、未来可以继续“便宜”，收入端的提升空间还很大。一方面，拼多多未来的广告推广模式和流量分配模式会延续；另一方面，我们认为市场关注度较高的高额补贴未来也可延续，“自身现金流充足+可转债融资”让拼多多对未来可持续的补贴更有底气。回看拼多多的盈利模式，主要赚取的是流量成本的差，未来收入端的提升空间还很大。而行业龙头都经历野蛮生长再治理纠偏，现阶段估值应该考虑用户增长而非企业盈利。

3、依靠反向定制真正降低商品成本，让商品从更上游开始便宜。反向定制的含义是消费者需求对供应链的反向拉动，即将原本的研发、制造、生产和销售等流程，根据C端反馈的购买数据直接传递到生产制造端，再有针对性地将匹配C端需求的产品送到C端手中。第一，拼多多依靠反向定制可以压缩供应链环节，有望帮助商家省去渠道成本；第二，通过反向定制打造“白牌”商品，通过降低品牌溢价的形式降低成本。

4、公司盈利预测及投资评级：我们看好拼多多的差异化战略，预测2019、2020年和2021年收入将分别达到555亿、766亿和960亿，同比分别增长159%、63%和38%。可以参考SaaS公司采用市销率估值。按照2020年底10倍PS，给予公司18个月目标价67美元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品升级、竞争加剧、供应链改造不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1312013	3396233	5552655	7660376	9598595
增长率（%）	245.5%	652.3%	158.9%	63.5%	38.0%
净利润（百万元）	-525	-10218	-9013	-5217	5251
增长率（%）	54.7%	1964.9%	-12.5%	-42.1%	-200.8%
PE	-	-	-	-	57.4
PB	-304.1	16.0	27.1	37.0	18.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国领先的电商平台，公司定位是“Costco+Disney”。公司通过薄利多销的方式给用户提供极致性价比的商品。截止2019年中，年度活跃用户4.83亿。

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍

无

交易数据

52周股价区间（美元）	16.53-45.25
总市值（亿美元）	434
流通市值（亿美元）	434
总股本（亿股）	46.49
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	/

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：赵莹

010-66555446 执业

Zhaoying_vis@dxzq.net.cn

证书编号：

S1480118120009

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄

扫码免费领取资料



、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信lax988988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
 - 2、印度 17 式
 - 3、口交技巧 3 部
 - 4、港台性姿势 3 部
 - 5、365 性姿势 6 部
 - 6、泰国性爱密经 17 式
 - 7、花花公子性技巧 6 部
 - 8、阁楼艳星性技巧 7 部
 - 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
 - 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
 - 11、古代宫廷性保健系列 14 部
 - 12、汉唐宋元明清春宫图真人
 - 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
 - 14、李熙墨 3999 全套课
 - 15、妖精性爱课 2888
 - 16、李银河全套性课
 - 17、领统统性课
 - 18、德勇男性篇
 - 19、德勇男性篇
 - 20、缓慢性爱
 - 21、亚当多体位搭配篇
 - 22、亚当多体位结合篇
 - 23、德勇克服早泄讲座练习
 - 24、德勇以女性为中心得爱抚
 - 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
 - 26、加藤鹰指技
 - 27、加藤鹰四十八手入门
 - 28、佐藤潮吹教学
 - 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
 - 30、佐藤男人早泄对抗训练
 - 31、阿拉伯延时训练
 32. 田渊正浩秘籍
 33. 异性性快感集中训练教学
 34. 自我愉悦锻炼密宗
 35. 铁牛全套延时训练课
 36. Pc 机锻炼真人视频教学
 37. 印度性经全集 8 部
 38. 21 世纪性爱指南
 39. 香蕉大叔男女训练馆全套
 40. 中美真人性治疗教学+理论
 41. 女性闺房秘术
 42. 幸福玛利亚性课
 43. 陈见如何释放性魅力征服
 44. 性爱技巧讲座全套
 45. 性爱秘籍全套
 46. 性爱误区讲座
 47. 性病讲解大全
 48. 性博士讲座合集
 49. 性健康和性高潮合集
 50. 性教育讲座合集
 51. 性能力课堂合集
 52. 性生活问题解析合集
 53. 意外怀孕和避孕处理课堂
 54. 性感地带探索
 55. 性技巧讲座
 56. 性健康与性卫生讲座
 57. 性生活专家答疑
 58. 性心理与性道德合集
 59. 性爱宝典合集
 60. 性爱技巧合集
 61. 完美性爱演示
 62. 完美性爱技术讲解
- 更多精品等你来解锁哦.....

目录

1. “便宜”就是拼多多最重要的护城河，流量分发原则、补贴和扣点率低构筑比较优势	3
2. 未来可以继续“便宜”，收入端的提升空间还很大	6
3. 依靠反向定制真正降低商品成本，让商品从更上游开始便宜	9
4. 投资策略	10
5. 风险提示	10
相关报告汇总	12

插图目录

图 1 商品潜在利润	3
图 2 拼多多购物界面广告广更少	4
图 3: 拼多多店铺界面更简洁	4
图 4: 拼多多补贴——苹果专场	6
图 5: 99 拼多多补贴——食品专场	6
图 6: 拼多多现金流增长（亿元）	7
图 7 龙头电商年度活跃买家数对比（百万）	7
图 8: 拼多多年度活跃买家数同比增速领先其他电商	7
图 9: 拼多多 MAU 快速增长（百万）	8
图 10: 拼多多新增用户城市等级分布	8
图 11:C2M 模式示意图	9
图 12: 深圳家卫士扫地机器人	10

在“多、快、好、省”这四个方面中，拼多多本身的优势是“省”，这也是用户选择拼多多最根本的原因，为什么拼多多能够做到比其他电商平台卖的东西便宜？补贴对于拼多多的便宜起了多大的作用？我们本篇报告将尝试解答市场最为关注的问题，即拼多多商品为什么便宜，能不能继续便宜，还能不能更便宜。

1. “便宜”就是拼多多最重要的护城河，流量分发原则、补贴和扣点率低构筑比较优势

商家只有在拼多多上才有动力真正让利，实现薄利多销。在“多、快、好、省”这四个方面中，拼多多本身的比较优势就是“省”，消费者使用拼多多购买产品主要看重的是便宜，比较淘系电商、拼多多和京东上买卖的商品，可以发现同样的商品在拼多多上的售价往往是全网最低，我们认为，其中的关键在于拼多多想法设法帮助商家省钱，商家从而才会有动力帮助消费者省钱。

从商家角度（暂不考虑物流）来看，商品的潜在利润=商品售价-（商家拿货的价格+做广告的费用+每单交易中被平台抽取的佣金-平台给予的补贴），拼多多的奥秘在于帮助商家大大降低做广告的费用和交易佣金，同时提供了更多的补贴，商家存在较大的让利空间可以打更低的折扣让利给消费者，而商家定价低又会有利于打造爆款产品实现薄利多销，增加总利润。

图 1 商品潜在利润



资料来源：东兴证券研究所

第一，营销费用是决定商品售价的关键因素，拼多多通过流量分发原则为商家省去营销费用的无谓投入。目前各大平台同一商品的拿货价差别不大，而广告费用差别则较为明显。淘系平台商家需要花钱买广告和流量。淘系电商在广告变现方面的策略可谓炉火纯青，广告费用既包括淘宝直通车（按效果收费，买家搜索关键词，设置了该关键词的宝贝就会在淘宝直通车的展示位上出现），也包括广告展示费用（即传统的硬广，通常在全网首页，各级子页面，有品牌广告、钻石展位、超级卖霸等），各个商家的 ROI 取决于商户的营销费用投放，这就导致商家们在淘系电商平台上为了竞争往往花费较多的营销费用，天猫部分产品的营销费用高达产品售价的 20% 以上。而拼多多为商家省去了营销费用的无谓投入。拼多多 app 上广告栏目和推荐栏目很少，每家店铺风格差别不大，同时拼多多的流量分配原则更偏向中小商户，只要商家能打造爆款，拼多多真的会进行流量的倾斜，所以每个商家是否砸钱做广告对于本身的业绩提升效果差别不大。

表 1：阿里巴巴和拼多多营销费用对比

国内零售业务	收费项目	收费模式
--------	------	------

淘宝	1.商家入驻保证金	商家在淘宝经营必须缴存保证金，根据上架商品种类不同，保证金金额有所不同
	2.技术软件服务费	类似于进场门槛费和部分租金性质，充分体现出阿里电商接近线下零售商的商业地产属性。
	3.P4P 营销服务	(Pay-for-performance)，按效果收费。即淘宝直通车。买家搜索一个关键词，设置了该关键词的宝贝就会在淘宝直通车的展示位上出现。当买家点击了推广的宝贝时，会进行扣费，扣费小于或等于卖家的关键词出价。
	4.CPM 展示广告	即传统的硬广，通常在全网首页，各级子页面，以 banner、焦点图、文字链等形式出现；有品牌广告、钻石展位、超级卖霸等，适合有更高推广需求的卖家，一般按千人展示成本收费。
天猫	1.商家入驻保证金	商家在天猫经营必须缴存保证金，保证金主要用于保证商家按照《天猫服务协议》、天猫规则经营，且在商家有违规行为时根据《天猫服务协议》及相关规则规定用于向天猫及消费者支付违约金。续约商家须在当年续签要求的时间内一次性缴存次年保证金，新签商家在申请入驻审核通过后一次性缴存当年的保证金。
	2.技术软件服务费	类似于进场门槛费和部分租金性质，充分体现出阿里电商接近线下零售商的商业地产属性。
	3.交易佣金	天猫和聚划算卖家需支付交易佣金，佣金按交易额的一定百分比征收，百分比根据商品种类的不同而有不同，大致在 0.3%到 5%之间。像日用电子产品等低毛利率的商品，佣金率较低；对于奢侈品等高毛利率的商品，佣金率较高。
拼多多	1.商家入驻保证金	按照类别收取，一般类别基本都是 1000/2000，生鲜和虚拟商品为 10000。
	2.代第三方交易平台收取的交易佣金	代微信收取 0.6%的交易费用。
	3.CPS 和 CPC	为中小型电商卖家提供 CPC 模式，包括搜索推广和场景推广，主要工具为多多直投；为小型电商卖家提供 CPS 模式，主要工具为多多进宝。

资料来源：Gartner、东兴证券研究所

图 2 拼多多购物界面广告更少

图 3：拼多多店铺界面更简洁



资料来源：互联网，东兴证券研究所



资料来源：互联网，东兴证券研究所

第二，拼多多扣点率（佣金）极低，商家存在进一步打折的动力。电商平台基本都采用的是交易抽成的盈利模式，在入驻平台的每个商家每一单交易中抽取佣金，这也就是所谓的扣点，目前淘系电商的佣金大多集中在3-5%，拼多多约在0.6%左右，而作为自营平台的京东则高达8%，国外电商巨头亚马逊和易趣的佣金率也高达8%，而从比重上来看，根据三季报数据，阿里客户管理费/交易佣金的比率约为2.54倍，拼多多在线营销服务（广告）/交易佣金比率为8.36倍，无论从绝对值上还是从收入占比上来看，拼多多的交易佣金都很低，对于商家来讲，在拼多多平台上买东西支付的交易佣金要相对于淘系电商来讲便宜3个百分点左右。

第三，补贴是直接降低商品售价的方式，能强化“便宜”的比较优势和扭转低端品牌形象。有些人注重物美，而有些人注重价廉。拼多多本身的比较优势就是“省”，补贴对了方向，则会强化拼多多本身的固有优势，还能扭转过去低端的品牌形象，满足高线用户对于低价品的需求。自成立以来，拼多多的标签除了“省钱”以外，还包括“山寨货”、“假冒伪劣”等负面评价，在下沉市场保持稳健的背景下，拼多多今年以来推出的百亿补贴计划都非常具有针对性，只是针对3C、家电、母婴和农产品等特有的种类，有针对性的补贴还达到了两个目的：

1. 通过解决所谓“隐形贫困人口”对于性价比需求的痛点，培育一二线优质客户基础。一二线城市的生活成本不断高企，同时结合当前消费升级和网络支付愈加发达的大背景，一二线城市用户更注重产品的性价比，即“便宜有好货”，拼多多通过补贴iPhone、戴森等等大牌商品很好的满足了一二线用户对于

产品性价比的需求，一定程度上起到了重塑标签、重塑品牌的作用；

2. 通过补贴消费频次高、单价低的产品，满足一二线城市客户消费需求的分化。不只是低线城市用户，一二线城市用户同样对于价格低、消费频次高的低价产品存在大量需求，比如农产品、袜子、纸巾等等，就如同黄峥所说，“追求高性价比的人群，他会买一个爱马仕的包，也会用9.9元买一箱芒果，这与他的消费能力没有关系。”高线城市用户不同需求的分化需要不同的消费场景与之匹配，拼多多通过高性价比产品培育优质客户的同时，还在培养用户复购拼多多上低价商品的习惯。

图 4：拼多多补贴—苹果专场



资料来源：互联网，东兴证券研究所

图 5：99 拼多多补贴—食品专场



资料来源：互联网，东兴证券研究所

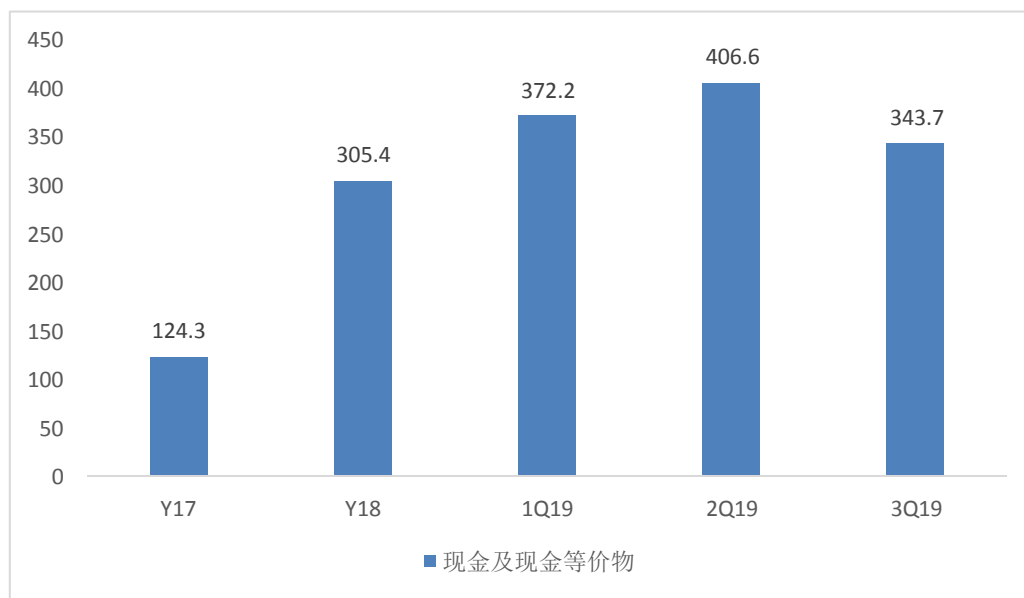
总结来看，拼多多的护城河就在于平台想方设法帮商家省钱，这样商家就会有动力帮消费者省钱。比起把钱花在广告费上，商家们更倾向于打造低价爆款实现薄利多销。

2. 未来可以继续“便宜”，收入端的提升空间还很大

产品设计和流量分配仍然友好，高额补贴仍可延续。一方面，拼多多未来的广告推广模式和流量分配模式会延续；另一方面，我们认为市场关注度较高的拼多多高额补贴未来也可延续。拼多多的现金流较好，根据 19 年三季报，截止到三季度末，包括现金、现金等价物以及短期投资在内的可动用资金超过 403 亿元，同时今年 9 月，拼多多以 0% 到期收益率和 0% 票息成功完成总计 10 亿美元的可转债发行，其中 8.75 亿美元的可转债发行计划因为超额认购倍数较高，投资人踊跃最终启动了 Green Shoe Option。

Over-Allotment Option（超额配售选择权），发行的初始认购人全额执行了额外 1.25 亿美元债券的购买权。0%的利息率也创下了自 2004 年以来科技中概股可转债的最低记录。**“自身现金流充足+可转债融资”让拼多多对未来可持续的补贴更有底气。**

图 6：拼多多现金流增长（亿元）

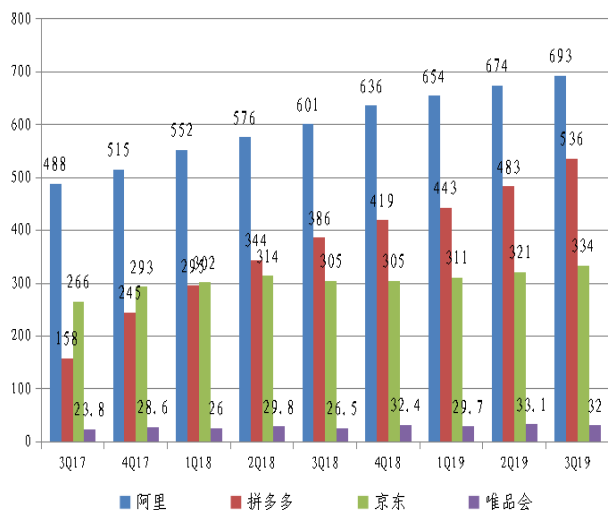


资料来源：企业年报、东兴证券研究所

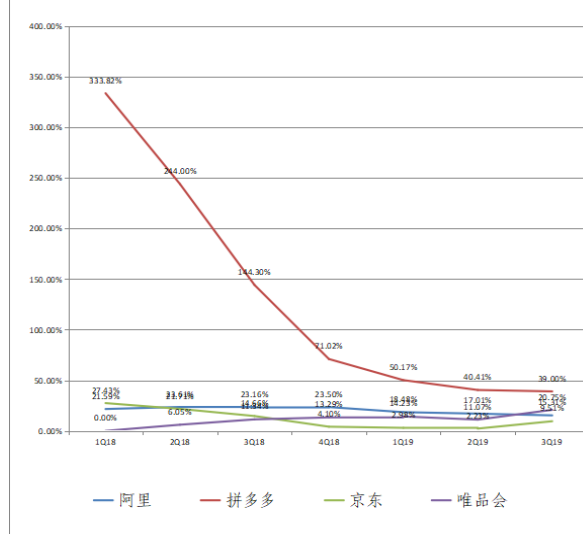
行业龙头都经历先野蛮生长再治理纠偏，现阶段估值应该更多考虑用户增长而非企业盈利。不可否认的是，高额营销费用确实影响短期盈利，但是我们认为，行业龙头都经历过先野蛮生长再治理纠偏，淘宝成立初期为了获客，也投入大量红包和广告营销，同时承诺三年内不向任何入驻的商家收取入场费以及交易费，这造成了客户源源不断地从易趣网转向了淘宝。成立仅四年的拼多多，目前活跃买家数已经超过 5 亿，仅次于阿里巴巴，现阶段估值应更多考虑用户的增长，而非盈利改善。

图 7 龙头电商年度活跃买家数对比（百万）

图 8：拼多多年度活跃买家数同比增速领先其他电商



资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所



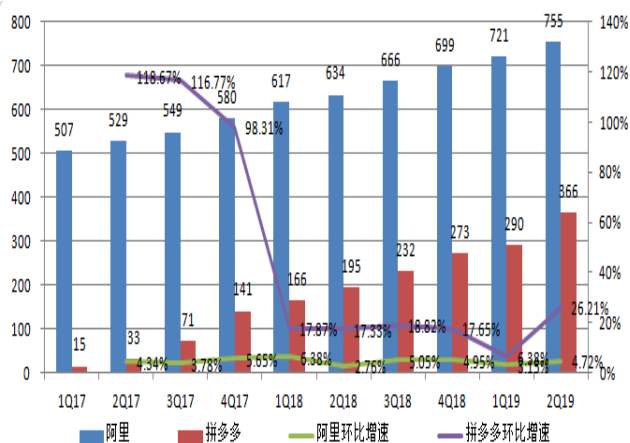
资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

拼多多赚的是流量成本的差，收入端提升的空间还很大。回看拼多多的盈利模式，主要赚取的是流量成本的差，一边是通过天然社交入口和拼购等活动获取成本很低的流量，另一边则是通过平台销售商品的方式进行流量变向，具体包括线上营销服务（关键词+展示为广告等）和交易佣金，而能否实现盈利取决于两者的差值。在未来用户粘性逐步建立的背景下，适当提高广告费用和交易佣金可以迅速放大拼多多的盈利能力；从广告收入角度来看，虽然目前拼多多的广告收入货币化率正在拉近与阿里的距离，但未来仍可通过增加新的内容平台（如直播）、广告种类以及针对用户的个性化算法，来提高广告收入的货币化率，而从佣金角度来看，无论从绝对值上还是从收入占比上来看，拼多多的交易佣金都很低，提高佣金率可以迅速放大拼多多的收入体量。

“便宜”持续带来用户暴增，反攻一二线也取得较好的效果。从拼多多的财报中能看到由于“便宜”所带来的用户暴增，3Q19年度活跃买家数达到5.36亿，环比增加5300万，超过阿里，环比增量为4Q17以来最高，而MAU达4.30亿，环比增加6360万人，创历史新高，而这些成绩的获得都是在阿里、京东们纷纷进军低线市场的背景下取得的，难能可贵。结合数据来看，拼多多反攻一二线取得了较好的效果。11月1日至11日，拼多多平台售出的新款iPhone手机超过40万台；戴森有七成订单来于一二线城市用户。而拼多多平台“618大促”水果生鲜、食品等农（副）产品订单中，约七成来自一二线城市。三季报显示，拼多多用户的年化ARPU（每户平均收入）为1566.7元，ARPU逐季上升，同比几乎翻番，我们认为这可能与拼多多自身产品品质的提升、履约能力的提升以及用户逐步养成复购低价商品的习惯有关。

图9：拼多多MAU快速增长（百万）

图10：拼多多新增用户城市等级分布



资料来源：公司财报，wind，东兴证券研究所



资料来源：极光大数据，东兴证券研究所

3. 依靠反向定制真正降低商品成本，让商品从更上游开始便宜

反向定制（C2M）的含义是消费者需求对供应链的反向拉动，即将原本的研发、制造、生产和销售等流程，根据 C 端反馈的购买数据直接传递到生产制造端，再有针对性地将匹配 C 端需求的产品送到 C 端手中。

第一，反向定制压缩供应链环节，有望帮助商家省去渠道成本。在中国，产品的渠道零售价和出厂价往往有着天壤之别，未来拼多多可以依靠反向定制（C2M）减少从工厂到用户的层级来降低成本。根据中国电子商务研究中心主任曹磊的观点，新电商的基础逻辑在于架构一套全新的零售体系，传统电商普遍链条是“生产——品牌方——代运营——物流——消费者”，拼多多的链条则是“生产——物流——消费者”，没有中间环节和层层消耗，直接从生产端到消费者，这样能真正做到物美价廉。

图 11:C2M 模式示意图



资料来源：酷特智能工学中心，东兴证券研究所

第二，打造“白牌”商品，通过降低品牌溢价的形式降低成本。黄峥曾经说过，“今天在广大的人群当中，对白牌（无品牌、无商标）有需求。”在中国，很多商品的定价中包含了较高的品牌溢价，而无论是在下沉市场还是在高线市场，总会有人不在乎品牌，尤其是在消费快消品、服装方面。根据央广网新闻报道，深圳家卫士此前加入了加入拼多多“新品牌计划”，该企业常年为国际大牌做贴牌代工生产，贴牌价超千元的扫地机器人，专供拼多多的价格仅为 288 元，唯一的区别仅在于品牌标签。出于拼多多平台庞大、稳定的需求量，目前，家卫士已开辟“拼多多直供”生产线，实现产销结合的同时，家卫士的自主品牌也迅速斩获了可观的知名度。

图 12：深圳家卫士扫地机器人



资料来源：华商韬略、东兴证券研究所

4. 投资策略

总结来看，第一，“便宜”就是拼多多最重要的护城河，平台想法设法帮商家省钱，这样商家就会有动力帮消费者省钱；第二，依托良好的现金流，拼多多的“便宜”还可以持续；第三，依靠反向定制可以让商品变得更便宜。

我们看好拼多多的差异化战略，预测 2019、2020 年和 2021 年收入将分别达到 555 亿、766 亿和 960 亿，同比分别增长 159%、63%和 38%。可以参考 SaaS 公司采用市销率估值。按照 2020 年底 10 倍 PS，给予公司 18 个月目标价 67 美元。维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

拼多多产品升级不及预期的风险；竞争加剧远超预期的风险；供应链改造不及预期的风险；

资产负债表	单位:人民币百万元					利润表	单位:人民币百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	13138	40391	60324	103242	147302	营业收入	13120	33962	55526	76603	95985
货币资金	12429	30540	44751	80343	114541	货品销售成本	-2905	-7472	-11105	-13788	-15358
贸易应收款项	531	1267	1637	2029	2412	毛利	10215	26490	44421	62814	80627
预付款项及其他应收款	128	954	2491	3702	4596	销售费用	-1345	-13442	-30566	-41645	-45962
存货	0	1	2	3	4	管理费用	-133	-6457	-1698	-2749	-3754
按公允价值计入损益的金融资产	0	33	33	0	0	研发费用	-129	-1116	-4075	-6596	-9009
非流动资产合计	177	2791	2222	1675	1144	可赎回可转换优先股的公允价值变动	0	1	2	3	4
土地使用权	0	0	0	0	0	融资(成本)/收入净额	71	583	838	1355	2093
物业、厂房及设备	0	0	0	0	0	除税前利润	-525	-10217	-9011	-5214	6182
无形资产	177	2791	2222	1675	1144	所得税开支	0	0	0	0	-927
递延款项资产	0	0	0	0	0	净利润	-525	-10217	-9011	-5214	5255
物业、厂房及设备预付款	0	0	0	0	0	本公司拥有人	-525	-10218	-9013	-5217	5251
资产总计	13314	43182	62546	104917	148446	非控股权益	0	1	2	3	4
流动负债合计	12110	24359	51410	96773	131906	其他税后全面收入	-48	1059	0	0	0
贸易应付款项	1117	9839	17276	33962	69408	全面收入总额	-573	-9158	-9011	-5214	5255
其他应付款项及应计费用	10993	14521	34134	62811	62499	EPS (元)					
即期款项负债	0	1	2	3	4	基本					
非流动负债合计	0	0	0	0	0	摊薄					
可赎回可转换优先股	0	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	12110	24359	51410	96773	131906		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	4	1	1	1	成长能力					
股本	0	0	0	0	0	营业收入增长	245.5%	652.3%	158.9%	63.5%	38.0%
储备	-992	1501	1925	2502	3370	EBIT增长					
负债和所有者权益	13314	43182	62546	104917	148446	净利润增长	54.7%	1964.9%	-12.5%	-42.1%	-200.8%
现金流量表	单位:人民币百万元					盈利能力					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	58.6%	77.9%	78.0%	80.0%	82.0%
经营活动现金净额	315	353202	477574	507514	587258	净利率(%)	-30.1%	-77.9%	-26.5%	-9.4%	9.3%
经营所得现金	315	353202	477574	507514	587258	ROA(%)	52.9%	16.2%	21.5%	20.9%	21.6%
已收利息	0	0	0	0	0	ROE(%)	26.5%	18.8%	26.1%	25.6%	26.8%
已付所得税	0	0	0	0	0	ROIC(%)					
投资活动现金净额	72	-7549	-3882	-5832	-8735	偿债能力					
购买土地使用权	0	0	0	0	0	资产负债率(%)	90.9%	56.4%	82.2%	92.2%	88.9%
购买物业、厂房及设备	0	0	0	0	0	流动比率	1.1	1.7	1.2	1.1	1.1
购买无形资产	0	0	0	0	0	速动比率	1.0	1.6	1.1	1.0	1.1
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得款项	72	-7549	-3882	-5832	-8735	营运能力					
购买金融资产	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6
金融资产的利息收入	0	0	0	0	0	应收账款周转率	35.4	78.2	78.5	68.3	63.8
筹资活动现金净额	1399	17344	0	0	0	应付账款周转率	14.2	10.5	5.1	3.6	3.4
非控股权益注资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他应付关联方款项减少/增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)					
发行普通股所得款项净额	1399	17344	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)					
发行可转换优先股所得款项净额	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)					
购回股份	0	0	0	0	0	估值比率					
向本公司股东派付股息	0	0	0	0	0	P/B					57.4
现金净增加额	1738	18111	-3371	146	7852	P/B	-304.1	16.0	27.1	37.0	18.2

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季报：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差	2019-11-26
行业	电商巨头欣欣向荣，新经济收获稳稳的幸福——“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报	2019-9-6
公司	拼多多（PDD.O）：拼多多为何能创历史新高？ -	2019-10-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾就职于长城证券。2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请**加微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

